

兴发集团 (600141.SH) 化学原料行业

评级: 买入 维持评级

公司调研纪要

刘波

分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

代鹏举

分析师 SAC 执业编号: S1130511090004
(8621)60753902
daipj@gjzq.com.cn

余嫒嫒

联系人
(8621)61038225
yuyy@gjzq.com.cn

长期受益于磷矿整合大趋势

主要结论:

1、湖北磷矿整合力度有加强的趋势，奠定磷矿石价格长期稳步上涨的基石。中国具有经济开采价值的磷矿资源主要集中在云贵鄂三省，相比其他二个磷矿主产区，湖北的磷矿运输费用每吨要低 100 元，湖北成为磷矿石市场价格的主要决定因素。湖北省最明显的优势资源是磷矿，但民营企业经营的小矿居多，平均产能仅 25 万吨，采富弃贫、乱挖滥采的资源开采浪费现象严重，而且龙头企业的资源和产能占比都显著低于已经经过一定整合的云贵两省。今年下半年开始，湖北省频频出台文件，加快本省磷矿整合的力度，致力于保护本省资源优势，并最终转化为经济优势。主要的政策方向是限制新增磷矿探矿权与采矿权、关闭中小磷矿、收回民营企业到期的磷矿采矿权、控制磷矿外运并鼓励采选深加工一体化。目前国有企业申请一个采矿权周期也要 5-8 年左右的时间，民营企业获得采矿权的可能性越来越低。8 月份后磷矿石价格的上涨进一步强化了政府推进磷矿资源集中的动力，形成了良性循环的趋势。目前，国内磷矿石市场已经由“买方市场”转变为“卖方市场”，国有磷矿资源龙头的定价权有了显著的提高。随着磷矿和下游磷肥整合政策的推进，磷矿开采企业深加工化的发展，流通领域的磷矿石价格将稳步上涨。

2、公司未来磷矿储量、产能产量有上升潜力。(1) 储量随探矿进展和大股东注入进展而变动：公司目前磷矿储量约 1.6 亿吨，未来几年储量的增长主要来自于两个方面：一是公司正在探矿的树空坪后坪矿段和瓦屋矿段，根据普查报告，后坪矿段预测的磷矿资源量 1.04 亿吨，瓦屋矿段的预测资源量 4600 万吨，合计约 1.5 亿吨。二是大股东获得宜昌磷化集团 100% 股权，其持股 51% 股权的宜昌枫叶化工拥有 6026 万吨磷矿资源量的采矿权，年设计产能 205 万吨。根据公司临 2010-44 号公告，为了避免股权国际纠纷影响上市公司，大股东承诺在重组完成后（即中加双方就合资公司股权比例调整协商一致、矿权注入合资公司以及合资公司资本金全部到位）6 个月内以取得成本转让给上市公司。目前制约大股东转让进程的主要问题是宜昌枫叶加方股东的注册资本迟迟没有到位。**(2) 产能产量均有望增长几十万吨：**神农架武山磷矿采矿面积最近由 18.014 平方公里扩大到 25.475 平方公里，产能将由 20 万吨增加到 50 万吨；襄阳保康白竹矿区 100 万吨产能明年可能达产，产量有可能增长 30 万吨。**(3) 截至目前，湖北远安 4 亿吨特大磷矿开发权交给当地企业开发的可能性较大，公司能获得参与权的可能性比较小。**

3、未来将走出去增加资源掌控度，提高磷化工磷肥投资规模。公司近日通过全资子公司保康楚峰与二股东兴山水电成立襄阳兴发化工有限公司。保康是湖北省内又一个磷矿资源大县，另外还具有小水电、硫铁矿和石灰石资源，成为公司在宜昌外的一个战略布局点。

4、小水电增长潜力不大，今年四季度发电量高于往年。公司目前有小水电站 18 座，其中库容式 2 座。装机 48 台，装机容量 14.023 万 KW，设计年发电量 5.33 亿度，成本 0.24 元/度（包含输变电成本），基本可以满足公司目前 45% 的用电需求。兴山县目前还有 9 万 KW 左右的小水电站掌握在民营企业手中。今年宜昌地区上半年遭遇比较严重的干旱，发电量低于往年，但进入冬季，雨水仍然充足，目前仍能够发电，四季度的发电量将高于往年。但综合起来，全年的发电量略低于往年。

5、扩产项目的进展情况：6 万吨有机硅与草甘膦形成循环经济优势，基本保平，正规划做有机硅深加工项目。宜都兴发明年上半年投产，我们预计正常运行后年收入约 16 亿元，自供磷矿石情况下的年净利润约 2.8 亿元。但增资后公司所持宜都兴发股权比例由 70% 降到 51%，公司所占收益有所下降。

投资建议

预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 63.78、83.84 和 99.19 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 2.52、4.11 和 5.2 亿元，每股收益分别为 0.69、1.12 和 1.42 元，维持“买入”评级。

附件 1：近年矿业权的急剧集中趋势

- 根据经济观察报对国土资源部矿产资源开发司司长刘连合的采访报道，近 2 年国土资源部不断加大对矿业权的整合力度。2011 年前三季度新出让的探矿权证比 2010 年同期下降 11%，采矿权发放比去年同期下降 27%。2007 年高峰时矿业权有 28 万个，截至今年三季度，采矿权登记数为 12600 个，探矿权登记数为 34000 个，已经较高峰期大幅下降。

附件 2：湖北省今年出台的磷矿和磷肥行业整合政策

- 7 月 12 日，湖北省率先出台《关于进一步加强磷矿高磷铁矿开发利用管理的意见》，意见提出从四个方面着手加快磷矿整合：一是设立省级磷矿规划区，将目前尚未设置矿业权的磷矿区及成矿远景区划为省级磷矿规划区。从 2011 年起，除省级地质勘查基金项目外，暂停省级磷矿规划区内所有矿种探矿权、采矿权的审批。二是进一步压减磷矿开发主体和矿业权数量，逐步重组和关闭生产能力在 15 万吨/年以下的磷矿企业，使资源进一步向优势企业和大型重点磷化工企业集中。三是将磷矿列为湖北重要矿种，“十二五”期间，省国土资源管理部门可依法有偿收回商业性投资的磷矿探矿权。四是推进磷化工产业结构调整，推进现有磷化工产业升级，支持精细磷化工产品开发，禁止新上低浓度磷肥项目和单纯生产黄磷的项目。
- 11 月 9 日湖北省再出台《关于加快全省化肥产业结构调整促进转型升级的意见》，指出：加强磷矿资源开发利用管理，使磷矿资源进一步向大型重点磷化工企业和优势企业集中。加大磷矿准运管理力度，严格限制磷矿石出口，禁止磷矿开采企业向不符合政策的磷肥企业提供磷矿，对现有磷矿开发企业进行清理与整合。加快推进行业兼并重组，充分发挥本省磷矿资源禀赋优势，支持湖北宜化集团、湖北兴发化工集团、湖北洋丰集团等优势企业整合磷矿资源开发和化肥生产企业，引导生产要素向优势企业集中。

附件 3：云南磷矿资源整合先行已见成效

- 2005 年云南省政府开始进行磷矿资源整合，实施“全省磷矿资源向优势企业集中”的方案。经过一年时间的推进，开采的磷矿数量由 2005 年的 278 个急剧下降到 2006 年的 33 个，磷矿资源大部分集中到云天化集团和南磷集团等本省优势企业手中。到目前，该省磷矿资源量 32.39 亿吨，资源储量 42.06 亿吨。其中云天化集团资源量和资源储量分别占 44.7%和 47.9%，云天化和其他优势企业合计拥有的资源量和资源储量占比 86%和 80%，整合已见成效。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-09-08	买入	26.36	35.00 ~ 35.00
2	2011-10-31	买入	21.33	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B